

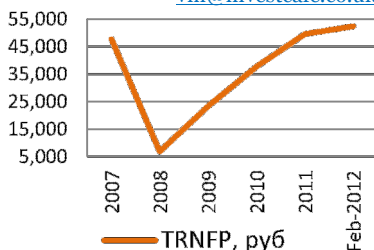


Аналитики – Нефть и Газ

Дмитрий Адамов
+7 985 766 05 74
da@investcafe.co.uk

Григорий Бирг
+7 903 720 03 65
gb@investcafe.co.uk

Виталий Михальчук
vm@investcafe.co.uk



Мы даем старт покрытию ОАО Транснефть, контролирующей почти все магистральные нефтепроводы и нефтепродуктопроводы России. На рынке обращаются лишь привилегированные акции компании, и наши расчеты показали, что они справедливо оценены рынком. Рекомендация Инвесткафе по привилегированным бумагам Транснефти «ДЕРЖАТЬ». Целевой уровень цены составляет 55,900 руб., потенциал роста от цен конца февраля 2012 г. составляет 7%.

Транснефть - естественный монополист. По системе Транснефти ежегодно прокачивается около 90% всей добытой в РФ нефти. Протяженность нефтепроводов Транснефти составляет 50,177 тыс. км (больше только в США), а нефтепродуктопроводов – 18,79 тыс. км. В 2011 году пропускная мощность системы трубопроводов компании была загружена полностью и составила 470 млн тонн нефти (+0,75% г/г).

Транснефть не планирует новых крупных нефтепроводов. Транснефть собирается достроить текущие нефтепроводные проекты и не браться за новые крупные задания в ближайшие 10 лет. На сегодняшний день идет расширение ВСТО-2 (до конца 2012 года), завершение строительства трубопровода Заполярье-Пурпе (до 2017 года) и строительство второй ветки трубопровода Тихорецк-Туапсе для увеличения поставки нефти на Туапсинский НПЗ. Главным долгосрочным проектом является Заполярье-Пурпе-Самотлор. Таким образом CAPEX существенно снизится почти вдвое в течение 10 лет с 240 млрд руб.

Расширение нефтепродуктопроводов - приоритет до 2020 года. Недавно компания опубликовала новую долгосрочную стратегию развития до 2020 года. Она отразила последние тенденции российского нефтяного сектора: добыча нефти стабилизируется, нефтепроводная сеть компании после завершения текущих проектов приблизится к профициту мощностей. Приоритет будет отдан нефтепродуктоводам. Транснефть планирует потратить 125,2 млрд руб., чтобы к 2020 году по сети нефтепродуктопроводов прокачивать 54,5 млн тонн топлива (+77% к 2010 году). Самым крупным является проект «Юг» стоимостью 85 млрд руб. (Сызрань-Саратов-Волгоград-Новороссийск), который соберет НПЗ Роснефти, Лукойла и ТНК-ВР.

Финансы: операционные расходы растут опережающими темпами. Транснефть испытывает сложности с контролем своих издержек, рост расходов и более медленные темпы роста тарифов подразумевают сокращение рентабельности в ближайшем будущем. Операционная рентабельность снизилась с 48% в 2009 г. до 37% в 2010 и по нашим прогнозам составит 34% по итогам 2011 года. В 2013 году, после завершения строительства ВСТО-2, резко сократятся расходы компании на транспортировку нефти железной дорогой и рентабельность компании вырастет 40% и будет находиться на таком уровне до 2020 года.

Дивиденды: есть надежда на лучшее. Хотя дивидендная доходность компании остается на крайне низком уровне и не превышает 1%, после завершения реализации крупных проектов свободный денежный поток восстановится. В абсолютном значении дивиденды компании вырастут втрое к 2014-2015 годам.

Оценка: мы использовали модель дисконтирования дивидендов для оценки привилегированных акций Транснефти после прогнозирования финансовой отчетности компании до 2020 года. Полученная целевая цена составила 55,900 руб., а потенциал роста 7%. Стоит отметить, что уже довольно длительное время, акции оцениваются рынком исходя из роста привлекательности после возможного IPO обыкновенных акций Транснефти. Чтобы подтвердить это предположение, мы построили DCF модель, предполагая сокращение государственной пакета до контрольного в 2014 году, выравнивание дивидендов по обыкновенным и привилегированным акциям, рост коэффициента выплаты дивидендов с текущих 10% до 11,5% в 2020 году и дисконт привилегированных акций к обыкновенным в 50%. Рассчитанная таким образом целевая цена префов составила 83,573 руб с потенциалом роста 59%. Тем не менее этот сценарий событий мы рассматриваем, как чрезмерно оптимистическим со слишком многими переменными в перспективе нескольких лет и оставляем за акциями рекомендацию «ДЕРЖАТЬ».

Акции компании, TRNFP

Целевая цена (TRNFP)	руб.	55,900
Текущая цена (TRNFP) 28/02/12	руб.	52,439
Потенциал (TRNFP)		7%
Кол-во прив. акций	млн.	1,555
Free Float – (TRNFP)		100%
Рыночная капитализация	млн. руб.	81,536
Enterprise Value	млн. руб	543,789

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе

Финансовые и рыночные показатели

	2010	2011П	2012П	2013П
Выручка (млн руб)	447,532	571,395	607,874	658,031
ЕБИТДА (млн руб)	237,359	260,851	278,511	338,267
Чистая прибыль (млрд руб)	125,531	132,867	42,361	183,408
Рентабельность ЕБИТДА	53.0%	45.7%	45.8%	51.4%
Чистая рентабельность	28%	23%	23%	28%
EPS (руб)	21,430	23,810	25,511	32,867
DPS - pref (руб)	237	513	549	708
P/E (x)	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/S (x)	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/ЕБИТДА (x)	1.4	2.1	2.0	1.6
ROE	14.8%	14.0%	13.0%	14.3%
Urals price (\$/bbl)	78	110	105	110

Источник: ММВБ, данные компании, расчеты Инвесткафе